

EL CAMINO HACIA EL EURO

Tipos de interés
y tipos de cambio

GUILLERMO DE LA DEHESA

El autor analiza el camino hacia la convergencia
de los tipos de interés a corto plazo a la que
conduce la creación de la moneda única.

El Ecofin del pasado 13 de septiembre tomó una decisión muy acertada. Acordó que las paridades bilaterales entre las diferentes monedas de los países que conformen el primer grupo que inicie la Unión Monetaria el 1 de enero de 1999, serán anunciadas el mismo día que el Consejo Europeo decida qué países lo integrarán.

La decisión es muy positiva ya que de las opciones existentes para evitar turbulencias y volatilidad de los tipos de cambio en el periodo transitorio entre el 3 de mayo y el 31 de diciembre de 1998 ésta es, sin duda, la mejor. Las otras alternativas planteaban muchos más problemas. Dejar que el mercado fijase tipos de cambio el 31 de diciembre de 1998 era peligroso porque daría un incentivo a algunos de los países que ya habían cualificado a seguir políticas económicas que intentasen depreciar sus tipos de cambio para ganar competitividad antes de que se fijasen.

Ante este problema, Alexander Lamfalussy, el anterior presidente del Instituto Monetario Europeo, propuso que los tipos de cambio se fijasen el 31 de diciembre de 1998 de acuerdo con la media de los tres últimos años, pero que se anunciase esta regla el día 3 de mayo de dicho año, el final del Consejo Europeo. El problema de la regla Lamfalussy es doble. En primer lugar no es apropiado fijar los tipos de cambio basándose en la historia pasada cuando reflejan y descuentan lo que se espera que va a ocurrir en el futuro con los fundamentos económicos. En segundo lugar, incitaría a aumentar la volatilidad ya que, al anunciarse dicha regla, ya existiría una media de dos años y medio que perjudicaría a algunos países por estar excesivamente apreciada, con lo que intentarían depreciar todo lo posible sus monedas para intentar modificar la media final a la baja.

Otra opción consistía en preanunciar el 3 de mayo los tipos de cambio de las monedas de los países que inician la tercera fase (los *in*) respecto de la ceca ECU. Sin embargo, también planteaba problemas ya que esa ceca está también compuesto por monedas de países que no van a entrar en la primera ronda (los *out*). Si se preanuncian los tipos de conversión respecto del ECU, se estaría forzando a las monedas de los *out*

a situarse en sus paridades centrales respecto de los *in*, lo que no tiene lógica ya que, si se quedan fuera, no tienen por qué mantener dichas paridades centrales. Ello es debido a que el Tratado de Maastricht impone dos condiciones que cumplir el 31 de diciembre. La primera es que un ECU deberá convertirse en un euro a una paridad uno a uno y, la segunda, que el valor externo del ECU no podrá variar entre el 31 de diciembre de 1998 y el 1 de enero de 1999, por lo que los tipos de cambio respecto del euro dependerán de los tipos de cambio entre los *in* y los *out*.

Por ello, la decisión de preanunciar las paridades bilaterales entre los *in* es la solución menos problemática. La decisión del Ecofin no dice qué tipos bilaterales se tomarán como base de conversión. Lógicamente, deberán ser las paridades actuales del mecanismo de tipos de cambio (ERM) del SME.

¿Por qué esta solución es mejor? Primero, porque los tipos de cambio *forward* o a plazo actuales de los países que se consideren ya como seguros *in* están ya muy cerca o son iguales a las paridades centrales del ERM. Sólo el tipo a plazo de la libra irlandesa está bastante por encima de la paridad bilateral con las restantes monedas y el del marco finlandés se encuentra también por encima de las paridades bilaterales con el resto de las monedas. Los tipos a corto de la peseta están ligeramente por debajo de las paridades bilaterales, salvo con la libra irlandesa y el marco finlandés.

En segundo lugar, porque no plantea problemas legales ya que sólo se preanuncian los tipos bilaterales de acuerdo con las paridades centrales del ERM y se deja que el mercado fije el último día de 1998 los tipos de cambio respecto del ECU ceca, que serán al día siguiente los tipos de cambio respecto del euro, con lo que se podrá cumplir sin problemas lo establecido en Maastricht.

El anuncio de la decisión por el Ecofin ha hecho pensar a algunos analistas, al menos en España, que dado que se van a conocer de antemano los tipos de cambio bilaterales que habrá el 31 de diciembre de 1998, los mercados, a través del arbitraje, harán que los tipos de interés a corto plazo se igualen inmediatamente después del anuncio el día 3 de mayo de 1998. Es decir, que el Banco de España tendría que reducir sus tipos de intervención hasta igualarse con los alemanes, que serán los de referencia, al día siguiente o a los pocos días del Consejo Europeo de mayo.

Sin embargo, no tiene por qué ser así. Los tipos de interés a corto plazo tendrán que converger totalmente el día 31 de diciembre de 1998, pero no tienen por qué hacerlo antes. Es verdad que los tipos de interés a corto plazo en Alemania, en Francia y en la mayoría de los países del núcleo duro han convergido ya. Es verdad, también, que si se mira a los contratos de futuros de tipos de interés de España e Italia, por ejemplo, se observa que los mercados han descontado ya una fuerte convergencia de tipos a corto plazo con los alemanes. A pesar de ello, los diferenciales a corto plazo de España e Italia respecto de Alemania pueden variar respecto de su situación actual a lo largo de los 14 meses que quedan hasta el 31 de diciembre de 1998, por varias razones.

No hay que olvidar que en los

próximos 14 meses pueden pasar muchas cosas y en los últimos siete u ocho también. En estos momentos tenemos la incertidumbre política italiana que puede poner en peligro su entrada en 1999. En el mes de abril de 1998 tendremos el voto previo sobre los criterios de convergencia del Bundestag y del Bundesrat [cámaras parlamentarias alemanas]. Con posterioridad a la decisión final del Consejo Europeo puede haber recursos ante el Tribunal Constitucional alemán que tendrá que tomar una decisión. Tampoco se puede descartar toda probabilidad de que pueda darse un "choque asimétrico" en algún país, incluso entre mayo y diciembre.

Pero no son estos aspectos de incertidumbre solamente los que hay que tener en cuenta. Los tipos de interés a corto plazo no son la única variable de convergencia que puede oscilar desde ahora hasta el 31 de diciembre en que tendrán que ser iguales. Los tipos de cambio también pueden variar en sustitución de los tipos de interés hasta que tengan que cumplir con el anuncio de las paridades bilaterales el día 31 de diciembre del año próximo.

Por ejemplo, a Irlanda no le interesa reducir sus intereses tan rápidamente encontrándose todavía en un periodo de fuerte expansión. Para no tener que bajar los tipos podría solicitar una revaluación de la libra irlandesa que le evitaría tener que reducirlos, también podría solicitarse para el marco finlandés, tal como predicen los tipos de plazo en ambas monedas, es decir, tal como espera el mercado.

Por otro lado, como acaba de demostrar el Bundesbank subiendo su repo 0,30 puntos, el punto de convergencia de los tipos a corto plazo viene determinado, también, por los tipos de intervención de los bancos centrales y puede variar respecto del tipo previsto hoy por el mercado a través de los contratos de futuros.

Al Banco de España tampoco le interesa bajar tipos ante una recuperación que se ha hecho esperar, pero que arranca con fuerza. Por tanto, podría muy bien, si quisiera, esperar para hacer una nueva bajada de tipos hasta mayo próximo, en que tendrá más claro donde podría situarse el punto de convergencia en diciembre de 1998, ya que, para en-

tonces, tendrá la total certidumbre de que España ha sido elegida por el Consejo Europeo, además, conocerá con mayor precisión hasta dónde quiere llegar el Bundesbank en su subida y, finalmente, y esto es muy importante, cuáles son, entonces, las expectativas de crecimiento e inflación. Éste es otro elemento que escapa también a algunos analistas. Se tiende a pensar, erróneamente, que el Banco de España responde con bajadas de los tipos de intervención a los últimos datos sobre la inflación, cuando cualquier persona que conoce algo de política monetaria sabe que cuando se reducen hoy los tipos de interés se está pensando en afectar a la inflación prevista dentro de seis meses o incluso un año. Por ejemplo, el Banco de España previó, correctamente y a tiempo que la reducción de la inflación a lo largo de los primeros meses de este año iba a ser temporal y que posteriormente iba a darse un repunte y actuó, en consecuencia, siendo mucho más cauto con la bajada.

Es decir, si el Bundesbank siguiera subiendo sus repos, el Banco de España tendría un corto camino por recorrer en su bajada y podría, si quisiera, hacerlo en sólo dos golpes: uno en mayo de 1998, después de la decisión del Consejo Europeo, y otro en diciembre de 1998 un poco antes del 31, o incluso en uno sólo, con lo que el efecto sobre la inflación sería mínimo ya que el 1 de enero sólo habrá la inflación europea. En este caso, el tipo de cambio de la peseta tomaría el papel funda-

mental de receptor de las expectativas a corto plazo durante los siete últimos meses.

"Los mercados harán que los tipos a corto plazo sean los mismos, pero en diciembre de 1998, no necesariamente antes"

En definitiva, los mercados financieros, mediante arbitraje entre monedas y tipos de interés (siempre que el anuncio de los tipos de cambio bilaterales que se darán el 3 de mayo sea increíble) harán que se cumplan las paridades y que los tipos a corto plazo sean los mismos,

pero el 31 de diciembre de 1998, no necesariamente antes. Lo lógico sería que el arbitraje funcionase paulatinamente, igual que el precio de una letra del Tesoro de siete meses converge hacia su valor de paridad día a día hasta su vencimiento.

Guillermo de la Dehesa es vicepresidente del CEPRI (Center for Economic Policy Research).

Aena Aeropuerto de Sevilla



Concurso Público

Explotación del local destinado a la actividad de oficina bancaria en el aeropuerto de Sevilla (Zona de Llegadas). Expte. EC-04-97

Disponibilidad de Documentación: En el Departamento Económico Administrativo del Aeropuerto (Ingresos-Facturación) y en la Dirección General de Aeropuertos Españoles, Dirección Comercial, Edificio La Plovera, C/ Peonías, 2, planta baja, 28042 MADRID.

Plazo y lugar de presentación de ofertas: Hasta las 13.00 horas del día 13-11-97 en el Departamento Económico Administrativo del Aeropuerto.

Apertura de ofertas: A las 13.00 horas del día 28-11-97 en la Sala de Juntas del Aeropuerto.

Fundació IMIM

Fundació IMIM, related with a biomedical research institute located in Barcelona requires

PERSONNEL

to work on Health Telematics R&D projects funded by the EU

Two different professional profiles are: project management and administration, and senior scientist. Prerequisites are: nationality from an EU country, fluency in English, and experience in similar jobs.

If you could be interested please send your CV to:

Fundació IMIM
C/ Doctor Aiguader, 80
E-08003 Barcelona (Spain)
Tel. +343 2211009
Fax +343 2213237

BUFETES H G C

ABOGADOS

RED NACIONAL
A SU SERVICIO

902 13 14 16

Central: Ferraz, 78. MADRID

Siep, Sociedad Estatal de Infraestructuras y Equipamientos Penitenciarios, S. A.

Siep, Sociedad Estatal de Infraestructuras y Equipamientos Penitenciarios, S. A., anuncia que, con fecha 17 de octubre de 1997, la junta extraordinaria y universal de la sociedad acordó la reducción del capital social en 11.242.000.000 de pesetas, mediante la amortización de las acciones números 67.115 a 78.856. El capital social, después de la referida reducción, quedó fijado en 67.114.000.000 de pesetas.

El secretario del Consejo de Administración



MINISTERIO DE TRABAJO
Y ASUNTOS SOCIALES
Instituto de la Mujer

Se comunica el cambio de domicilio del Instituto de la Mujer, de la calle Almagro, número 36, a la calle Condesa de Venadito, número 34, 28027 Madrid. Teléfono 347 80 00.

CABLE ANTENA, S.A.

CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL

A efectos de lo dispuesto en el artículo 150 de la Ley de Sociedades Anónimas, se comunica que la junta general de accionistas de la sociedad, celebrada el día 24 de julio de 1997, ha acordado trasladar el domicilio social a Gran Vía, 32, de Madrid.